

# โกลบอลกรีนเคมิคอล

# GGC

บริษัท โกลบอลกรีนเคมิคอล จำกัด (มหาชน)

Bloomberg  
Reuters

GULF TB  
GULF.BK

innovest<sup>x</sup>  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## 1Q67: ผลประกอบการอ่อนแอลงต่อเนื่อง

ขาดทุนสุทธิ 54 ลบ. ใน 1Q67 นำผัดหวัง ซึ่งเป็นผลมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอและส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมในธุรกิจเอทานอล นอกจากนี้ผลประกอบการที่ปรับตัวแยกลง QoQ ยังเป็นผลมาจากการบันทึกกำไรพิเศษจำนวน 60 ลบ. ใน 4Q66 ในขณะที่ขาดทุนสต็อกสุทธิอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ที่ 3 ลบ. ผลประกอบการปกติยังคงอยู่ในแดนลบที่ 103 ลบ. เนื่องจาก adjusted EBITDA margin ยังอยู่ในระดับต่ำ โดยลดลง QoQ ผลประกอบการ 1Q67 ที่นำผัดหวังและแนวโน้มที่ไม่สดใสทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลงเหลือเพียง 43 ลบ. (จากประมาณการเดิมที่ 479 ลบ.) โดยคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 2H67 นอกจากนี้เราจึงปรับราคาเป้าหมายลดลงจาก 10 บาท สู่ 7.7 บาท อ้างอิง PBV (ปี 2567) ที่ 0.8 เท่า ยังคงคำแนะนำ UNDERPERFORM

**กลุ่มธุรกิจเมทิลเอสเตอร์ (ไบโอดีเซล): ได้รับผลกระทบจากมาร์จินที่อ่อนแอ** EBITDA จากกลุ่มธุรกิจ ME ลดลง 73% QoQ โดยมีสาเหตุมาจาก adjusted EBITDA margin ที่ลดลง (ลดลงจาก 2.8% ใน 4Q66 สู่ 0.4% ใน 1Q67) และกำไรสินค้าคงเหลือที่ลดลง adjusted EBITDA margin ได้รับแรงกดดันจากการแข่งขันที่สูงของตลาดไบโอดีเซลในประเทศไทย และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กลีเซอรินซึ่งเป็นผลพลอยได้จากการผลิต ME ที่อ่อนแอลง อย่างไรก็ตาม ปริมาณการขายเพิ่มขึ้น 8.7% QoQ สู่ 79,400 ตัน (เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 87,700 ตัน/ไตรมาส) โดยได้รับแรงหนุนจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในประเทศไทยที่ปรับตัวดีขึ้น แต่ลดลง 8.2% จาก 1Q66 ซึ่งเป็นช่วงที่ผู้ผลิตในประเทศ 1 รายหยุดซ่อมบำรุง อัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงงาน ME ยังอยู่ในระดับต่ำที่ 63% แต่เพิ่มขึ้นจาก 58% ใน 4Q66 ซึ่งก็เป็นสาเหตุที่ทำให้ EBITDA margin ของกลุ่มธุรกิจ ME อยู่ในระดับต่ำด้วย

**กลุ่มธุรกิจแพตตีแอลกอฮอล์: EBITDA margin ได้รับผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบระดับสูง** EBITDA จากกลุ่มธุรกิจ FA ลดลง 64% YoY และ 60% QoQ สู่ 55 ลบ. แม้ราคา FA สูง เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบ CPKO สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากความต้องการในภาคอุตสาหกรรมไอโซโกลบูลินที่เพิ่มขึ้นและความต้องการสินค้าทดแทนในการผลิตเมเย ในขณะที่เดียวกันความต้องการ FA ลดลง QoQ เนื่องจากไตรมาสที่ 4 เป็นช่วงไฮซีซั่น adjusted EBITDA margin ลดลงจาก 11.7% ใน 4Q66 สู่ 5.9% ใน 1Q67 เนื่องจากอัตราการใช้กำลังการผลิตชะลอตัวลงจาก 120% ใน 4Q66 สู่ 105% นอกจากนี้กำไรยังได้รับผลกระทบจากขาดทุนสินค้าคงเหลือจำนวน 23 ลบ. ด้วย

**ปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลง** ผลประกอบการ 1Q67 ที่นำผัดหวังทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลงจาก 479 ลบ. สู่ 43 ลบ. เพื่อสะท้อน EBITDA margin ที่อ่อนแอของทั้งกลุ่มธุรกิจ ME และกลุ่มธุรกิจ FA ราคาไบโอดีเซลน่าจะทำจุดสูงสุดไปแล้วในเดือนมี.ค. 2567 และปรับตัวลดลงมาแล้ว 7% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนถึงความกังวลที่ลดน้อยลงของตลาดเกี่ยวกับอุปทาน CPO สืบเนื่องมาจากภัยแล้งที่เป็นผลมาจากปรากฏการณ์เอลนีโญในปี 2566 เราเชื่อว่าความต้องการไบโอดีเซลและแพตตีแอลกอฮอล์จะยังคงอยู่ในระดับต่ำตลอดปีนี้ ในขณะที่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่จะยังคงได้รับแรงกดดันจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูง โดยเฉพาะ CPKO ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สำหรับกลุ่มธุรกิจ ME จะได้รับแรงกดดันจากการแข่งขันในตลาดที่สูงอย่างต่อเนื่อง

**ปรับราคาเป้าหมายลงสู่ 7.7 บาท/หุ้น อ้างอิง PBV (ปี 2567) ที่ 0.8 เท่า** เนื่องจากการฟื้นตัวของผลประกอบการเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ เราจึงปรับราคาเป้าหมายของ GGC ลดลงจาก 10 บาท สู่ 7.7 บาท/หุ้น อ้างอิง PBV (ปี 2567) ที่ 0.8 เท่า หรือ -2SD ของ PBV เฉลี่ย 5 ปี ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น EV/EBITDA ได้ที่ 8.5 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 10.6 เท่า

**ปัจจัยเสี่ยง:** ราคา CPO และ CPKO ที่ผันผวนอาจส่งผลกระทบต่อขาดทุนสต็อกและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลง นโยบายที่ไม่แน่นอนของรัฐบาลเกี่ยวกับส่วนผสมภาคบังคับของไบโอดีเซลในน้ำมันดีเซลหมุนเร็วสำหรับตลาดในประเทศอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการ ME ในระยะกลาง

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	25,084	17,719	19,187	20,165	21,177
EBITDA	(Btmn)	1,744	520	760	937	1,121
Core profit	(Btmn)	1,002	(209)	43	231	402
Reported profit	(Btmn)	953	(202)	43	231	402
Core EPS	(Bt)	0.98	(0.20)	0.04	0.23	0.39
DPS	(Bt)	0.50	0.10	0.03	0.11	0.16
P/E, core	(x)	7.8	n.a.	181.5	33.9	19.5
EPS growth, core	(%)	30.4	n.a.	n.a.	435.6	73.8
P/BV, core	(x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	(%)	9.9	(2.1)	0.4	2.3	4.0
Dividend yield	(%)	6.5	1.3	0.4	1.5	2.1
EV/EBITDA	(x)	3.5	12.4	8.4	6.4	5.0

Source: InnovestX Research

## Tactical: UNDERPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (May 8) (Bt)	7.65
Target price (Bt)	7.70
Mkt cap (Btbn)	7.83
Mkt cap (US\$m)	212

Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.05
Sector % SET	2.04
Shares issued (mn)	1,024
Par value (Bt)	9.50
12-m high / low (Bt)	13 / 7
Avg. daily 6m (US\$m)	0.01
Foreign limit / actual (%)	37 / 0
Free float (%)	12.7
Dividend policy (%)	≥ 30

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(1.3)	(15.0)	(40.2)
Relative to SET	0.7	(14.1)	(31.9)

Source: SET, InnovestX Research

### 2023 Sustainability/2022 ESG Score

SET ESG Ratings	No
-----------------	----

### ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	n.a.
Environmental Score Rank	n.a.
Social Score Rank	n.a.
Governance Score Rank	n.a.

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่ารายงาน ESG ของ GGC ต้องเปิดเผยข้อมูลมากกว่านี้เพื่อให้ติดอันดับหุ้นยั่งยืน SET ESG ratings และได้รับคะแนนจาก Bloomberg รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับ ESG ของ GGC สามารถดูได้ในรายงานความยั่งยืนแบบบูรณาการประจำปี 2565 ของบริษัท GGC เข้าร่วมการประเมิน CDP ด้านการบริหารจัดการการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศในปี 2565 เป็นปีที่สอง และได้รับคะแนนระดับ A-

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ชัยพัชร รัตนโอบุ

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1005  
chaipat.thanawattano@scb.co.th

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

เราเชื่อว่ารายงาน ESG ของ GGC ต้องเปิดเผยข้อมูลมากกว่านี้เพื่อให้มีรายชื่อรวมอยู่ในหุ้นยั่งยืน (THSI) และได้รับคะแนนจาก Bloomberg รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับ ESG ของ GGC สามารถดูได้ในรายงานความยั่งยืนแบบบูรณาการประจำปี 2565 ของบริษัท GGC เข้าร่วมการประเมิน CDP ด้านการบริหารจัดการการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศในปี 2565 เป็นปีที่สอง และได้รับคะแนนระดับ A-

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

Bloomberg ESG Score	n.a.	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings
Rank in Sector	n.a.	GGC	5	No	No

Source: Thai Institute of Directors and SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- เมทิลเอสเทอร์ (ไบโอดีเซล) ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์หลักของ GGC ช่วยลดมลภาวะ รวมถึงปัญหาฝุ่น PM2.5 หรือผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม
- GGC บริหารจัดการพลังงานภายใต้มาตรฐาน ISO 50001 พร้อมทั้งดำเนินโครงการลดการใช้พลังงานเพื่อลดผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางสภาพภูมิอากาศ
- GGC บริหารจัดการของเสียที่ได้จากการดำเนินงานตามแนวทาง 3Rs เพื่อควบคุมปริมาณของเสีย ซึ่งประกอบไปด้วยการลดปริมาณการเกิดของเสีย (Reduce) การใช้ซ้ำ (Reuse) และการนำกลับมาใช้ใหม่ (Recycle) ตลอดจนการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและค่าใช้จ่ายในการกำจัดของเสีย GGC ยังคงเดินหน้าเป้าหมายในการลดปริมาณของเสียอันตรายและไม่อันตรายสู่การฝังกลบให้เป็นศูนย์ (Zero-Waste to Landfill)

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- GGC ไม่มีข้อร้องเรียนจากชุมชนเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งส่งผลให้คะแนนการประเมินความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 91.4% ในปี 2565 (สูงกว่าปีก่อนหน้าเล็กน้อย) ซึ่งเป็นไปตามกลยุทธ์ในการบริหารจัดการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท
- GGC ได้จัดทำกลยุทธ์ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม 5 ปี (พ.ศ. 2563 - 2567) และบูรณาการการดำเนินงานเข้ากับมาตรฐานความปลอดภัยในระดับสากลโดยมุ่งเน้นการดำเนินงานด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยใน 3 ด้าน ได้แก่ ความปลอดภัยส่วนบุคคล ความปลอดภัยในกระบวนการผลิต และความปลอดภัยนอกการปฏิบัติงาน

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)**

- คณะกรรมการ GGC ประกอบด้วยกรรมการ 11 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 10 คน (90.9% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 7 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด (63.64% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 2 คน (18.18% ของกรรมการทั้งหมด)
- GGC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 5 ติดต่อกันในปี 2565
- เราเชื่อว่าแนวทางการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ GGC สอดคล้องกับแนวทางปฏิบัติของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรม

**ESG Disclosure Score**

	2022
ESG Disclosure Score	n.a.
Environment	n.a.
Social	n.a.
Governance	n.a.

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับข้อมูลเปิดเผยของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	13,055	18,203	20,923	25,084	17,719	19,187	20,165	21,177
Cost of goods sold	(Btmn)	12,297	16,860	19,379	23,120	17,119	18,344	19,114	19,916
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>758</b>	<b>1,342</b>	<b>1,545</b>	<b>1,964</b>	<b>600</b>	<b>843</b>	<b>1,051</b>	<b>1,261</b>
SG&A	(Btmn)	839	828	794	904	670	648	681	715
Other income	(Btmn)	118	59	72	81	87	58	57	60
Interest expense	(Btmn)	68	69	49	49	57	68	59	49
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(31)</b>	<b>505</b>	<b>773</b>	<b>1,091</b>	<b>(40)</b>	<b>185</b>	<b>368</b>	<b>557</b>
Corporate tax	(Btmn)	133	15	91	136	82	18	37	56
Equity a/c profits	(Btmn)	29	62	86	47	(87)	(123)	(100)	(100)
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(135)</b>	<b>552</b>	<b>768</b>	<b>1,002</b>	<b>(209)</b>	<b>43</b>	<b>231</b>	<b>402</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	229	8	(438)	(49)	8	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>94</b>	<b>560</b>	<b>330</b>	<b>953</b>	<b>(202)</b>	<b>43</b>	<b>231</b>	<b>402</b>
EBITDA	(Btmn)	550	1,257	1,534	1,744	520	760	937	1,121
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(0.13)</b>	<b>0.54</b>	<b>0.75</b>	<b>0.98</b>	<b>(0.20)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.23</b>	<b>0.39</b>
Net EPS	(Bt)	0.09	0.55	0.32	0.93	(0.20)	0.04	0.23	0.39
DPS	(Bt)	0.35	0.35	0.35	0.50	0.10	0.03	0.11	0.16

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	6,712	6,127	6,647	6,537	6,863	6,948	7,531	7,961
Total fixed assets	(Btmn)	6,219	7,112	6,870	7,096	6,818	6,518	6,219	5,920
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>12,931</b>	<b>13,239</b>	<b>13,517</b>	<b>13,633</b>	<b>13,681</b>	<b>13,466</b>	<b>13,750</b>	<b>13,881</b>
Total loans	(Btmn)	1,770	1,330	764	945	1,689	1,462	1,501	1,299
Total current liabilities	(Btmn)	1,849	1,886	3,044	1,969	1,954	2,026	2,075	2,122
Total long-term liabilities	(Btmn)	1,434	1,360	503	1,337	1,908	1,680	1,716	1,514
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,283</b>	<b>3,246</b>	<b>3,546</b>	<b>3,306</b>	<b>3,862</b>	<b>3,706</b>	<b>3,791</b>	<b>3,636</b>
Paid-up capital	(Btmn)	9,725	9,725	9,725	9,725	9,725	9,725	9,725	9,725
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>9,648</b>	<b>9,993</b>	<b>9,970</b>	<b>10,327</b>	<b>9,819</b>	<b>9,760</b>	<b>9,959</b>	<b>10,245</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>9.43</b>	<b>9.76</b>	<b>9.74</b>	<b>10.09</b>	<b>9.59</b>	<b>9.53</b>	<b>9.73</b>	<b>10.01</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	(135)	552	768	1,002	(209)	43	231	402
Depreciation and amortization	(Btmn)	514	683	712	604	502	506	510	515
Operating cash flow	(Btmn)	630	391	1,120	1,733	360	348	606	777
Investing cash flow	(Btmn)	(143)	(152)	(268)	(1,292)	(942)	(198)	(203)	(208)
Financing cash flow	(Btmn)	(563)	(807)	(1,084)	(569)	285	(330)	7	(318)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(76)</b>	<b>(568)</b>	<b>(231)</b>	<b>(127)</b>	<b>(297)</b>	<b>(179)</b>	<b>411</b>	<b>252</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	5.8	7.4	7.4	7.8	3.4	4.4	5.2	6.0
Operating margin	(%)	(0.6)	2.8	3.6	4.2	(0.4)	1.0	1.8	2.6
EBITDA margin	(%)	4.2	6.9	7.3	7.0	2.9	4.0	4.6	5.3
EBIT margin	(%)	0.3	3.2	3.9	4.5	0.1	1.3	2.1	2.9
Net profit margin	(%)	0.7	3.1	1.6	3.8	(1.1)	0.2	1.1	1.9
ROE	(%)	(1.4)	5.6	7.7	9.9	(2.1)	0.4	2.3	4.0
ROA	(%)	(1.0)	4.2	5.7	7.4	(1.5)	0.3	1.7	2.9
Net D/E	(x)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage	(x)	8.1	18.2	31.0	35.3	9.1	11.1	16.0	23.0
Debt service coverage	(x)	1.4	2.5	2.5	2.1	3.6	2.6	3.3	4.0
Payout Ratio	(%)	381.1	64.0	108.5	53.7	(50.8)	73.7	50.0	40.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ME - sales volume	(kt)	481	463	374	339	370	381	393	404
FA - sales volume	(kt)	97	95	86	97	97	98	98	99
Spread B100 - CPO	(Bt/kg)	7.6	8.7	9.4	10.0	7.9	7.9	7.9	7.9
Spread CPKO-CPO	(Bt/kg)	1.4	(3.8)	7.5	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4
Spread FA-CPKO	(Bt/kg)	19.7	15.2	18.4	30.0	21.7	24.4	25.5	26.6
FX	(Bt/US\$)	31.06	31.29	31.99	35.04	34.80	35.50	35.50	35.50

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total revenue	(Btmn)	7,503	5,761	4,505	4,662	4,744	3,940	4,374	4,518
Cost of goods sold	(Btmn)	6,784	5,401	4,349	4,463	4,539	3,991	4,127	4,368
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>719</b>	<b>360</b>	<b>155</b>	<b>199</b>	<b>205</b>	<b>(51)</b>	<b>247</b>	<b>150</b>
SG&A	(Btmn)	216	239	259	190	194	173	113	189
Other income	(Btmn)	8	28	29	18	22	22	25	30
Interest expense	(Btmn)	13	12	13	13	14	13	17	22
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>497</b>	<b>137</b>	<b>(88)</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>(215)</b>	<b>142</b>	<b>(31)</b>
Corporate tax	(Btmn)	84	43	(76)	20	13	(2)	51	30
Equity a/c profits	(Btmn)	38	(6)	11	48	(25)	(53)	(56)	(46)
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>451</b>	<b>87</b>	<b>(1)</b>	<b>41</b>	<b>(19)</b>	<b>(266)</b>	<b>34</b>	<b>(106)</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(29)	(17)	(24)	(1)	26	3	(20)	52
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>422</b>	<b>70</b>	<b>(25)</b>	<b>40</b>	<b>7</b>	<b>(262)</b>	<b>14</b>	<b>(54)</b>
EBITDA	(Btmn)	664	303	64	157	163	(77)	278	108
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.44</b>	<b>0.09</b>	<b>(0.00)</b>	<b>0.04</b>	<b>(0.02)</b>	<b>(0.26)</b>	<b>0.03</b>	<b>(0.10)</b>
Net EPS	(Bt)	0.41	0.07	(0.02)	0.04	0.01	(0.26)	0.01	(0.05)

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total current assets	(Btmn)	6,887	6,361	6,537	6,207	6,095	6,170	6,863	6,836
Total fixed assets	(Btmn)	7,081	6,998	7,096	7,029	6,961	6,875	6,818	6,683
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>13,967</b>	<b>13,359</b>	<b>13,633</b>	<b>13,236</b>	<b>13,056</b>	<b>13,045</b>	<b>13,681</b>	<b>13,519</b>
Total loans	(Btmn)	962	963	945	945	907	1,340	1,689	1,690
Total current liabilities	(Btmn)	2,498	2,076	1,969	1,530	1,683	1,604	1,954	1,900
Total long-term liabilities	(Btmn)	948	949	1,337	1,339	1,254	1,688	1,908	1,905
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,446</b>	<b>3,025</b>	<b>3,306</b>	<b>2,869</b>	<b>2,938</b>	<b>3,292</b>	<b>3,862</b>	<b>3,806</b>
Paid-up capital	(Btmn)	9,725	9,725	9,725	9,725	9,725	9,725	9,725	9,725
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>10,521</b>	<b>10,335</b>	<b>10,327</b>	<b>10,367</b>	<b>10,118</b>	<b>9,752</b>	<b>9,819</b>	<b>9,713</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>10.28</b>	<b>10.10</b>	<b>10.09</b>	<b>10.13</b>	<b>9.88</b>	<b>9.53</b>	<b>9.59</b>	<b>9.49</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Core Profit	(Btmn)	451	87	(1)	41	(19)	(266)	34	(106)
Depreciation and amortization	(Btmn)	153	154	139	130	129	125	119	118
Operating cash flow	(Btmn)	556	1,304	207	116	234	302	(290)	317
Investing cash flow	(Btmn)	(142)	(451)	(729)	367	(51)	(657)	(600)	183
Financing cash flow	(Btmn)	(243)	(293)	(44)	(27)	(318)	304	325	(28)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>171</b>	<b>560</b>	<b>(567)</b>	<b>456</b>	<b>(136)</b>	<b>(52)</b>	<b>(565)</b>	<b>473</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Gross margin	(%)	9.6	6.2	3.4	4.3	4.3	(1.3)	5.6	3.3
Operating margin	(%)	6.7	2.1	(2.3)	0.2	0.2	(5.7)	3.1	(0.9)
EBITDA margin	(%)	8.8	5.3	1.4	3.4	3.4	(2.0)	6.4	2.4
EBIT margin	(%)	6.8	2.6	(1.7)	0.6	0.7	(5.1)	3.6	(0.2)
Net profit margin	(%)	5.6	1.2	(0.6)	0.9	0.1	(6.7)	0.3	(1.2)
ROE	(%)	17.2	3.3	(0.1)	1.6	(0.7)	(10.7)	1.4	(4.4)
ROA	(%)	12.9	2.6	(0.0)	1.2	(0.6)	(8.1)	1.0	(3.1)
Net D/E	(x)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage	(x)	50.3	25.1	4.8	12.4	11.4	(6.0)	16.0	5.0
Debt service coverage	(x)	0.9	0.6	0.1	1.6	1.6	(0.5)	1.9	0.4

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
ME - sales volume	(kt)	70	74	76	86	91	69	73	79
FA - sales volume	(kt)	25	28	21	22	22	24	29	25
Spread B100 - CPO	(Bt/kg)	11.5	10.3	8.0	8.1	8.0	7.9	7.7	8.0
Spread CPKO-CPO	(Bt/kg)	13.0	6.5	1.9	(0.4)	(1.5)	(0.6)	(2.4)	(2.4)
Spread FA-CPKO	(Bt/kg)	34.8	32.5	29.2	25.2	22.0	19.2	20.4	19.0
FX	(Bt/US\$)	34.39	36.41	36.33	33.94	34.46	35.17	35.63	35.65

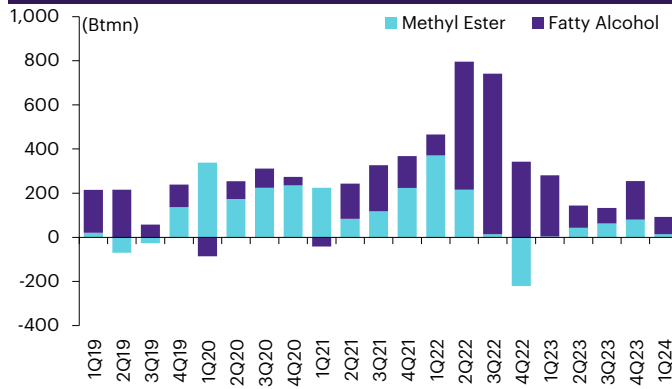
Figure 1: GGC – 1Q24 earnings review

	1Q23	4Q23	1Q24	%YoY	%QoQ
<b>P&amp;L (Bt, mn)</b>					
Total revenue	4,662	4,374	4,518	(3.1)	3.3
Gross profit	199	247	150	(24.8)	(39.4)
EBITDA	157	278	108	(30.7)	(61.0)
Profit before extra items	41	34	(106)	n.a.	n.a.
<b>Net Profit</b>	<b>40</b>	<b>14</b>	<b>(54)</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
<b>EPS (Bt)</b>					
	<b>0.04</b>	<b>0.01</b>	<b>(0.05)</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
<b>B/S (Bt, mn)</b>					
Total assets	13,236	13,681	13,519	2.1	(1.2)
Total liabilities	2,869	3,862	3,806	32.6	(1.5)
Total equity	10,367	9,819	9,713	(6.3)	(1.1)
BVPS (Bt)	10.13	9.59	9.49	(6.3)	(1.1)
<b>Financial ratio (%)</b>					
Gross margin (%)	4.3	5.6	3.3	(1.0)	(2.3)
EBITDA margin (%)	3.4	6.4	2.4	(1.0)	(4.0)
Net profit margin (%)	0.9	0.3	(1.2)	(2.1)	(1.5)
ROA (%)	1.2	1.0	(3.1)	(4.4)	(4.2)
ROE (%)	1.6	1.4	(4.4)	(6.0)	(5.8)
D/E (X)	0.3	0.4	0.4	11.5	(0.2)

Source: GGC and InnovestX Research

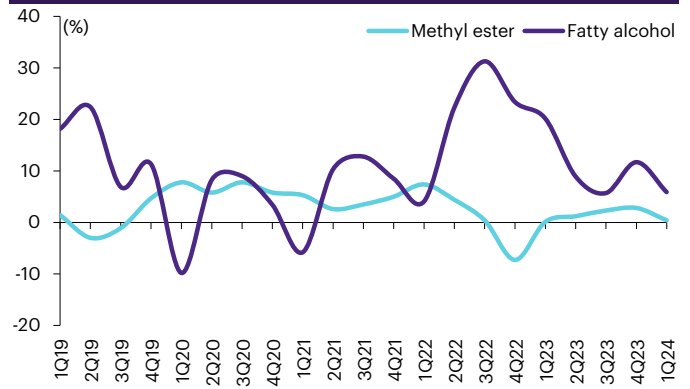
## Appendix

Figure 2: Adjusted EBITDA by segment



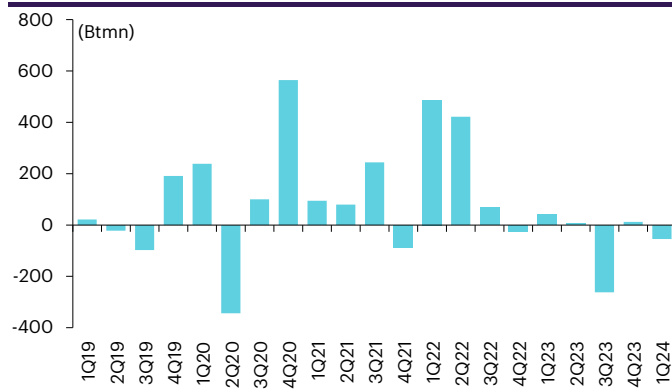
Source: GGC and InnovestX Research

Figure 3: Adj. EBITDA margin



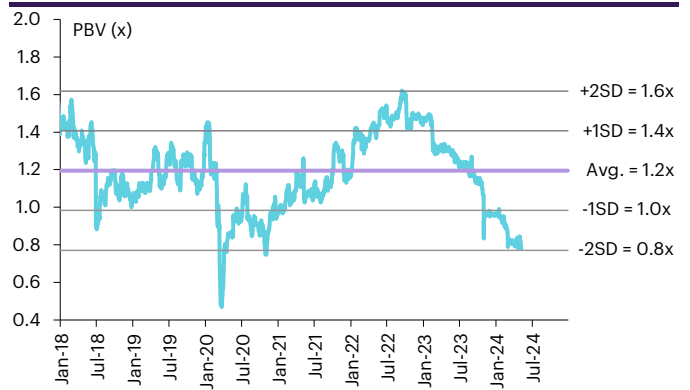
Source: GGC and InnovestX Research

Figure 4: GGC – quarterly profit



Source: GGC and InnovestX Research

Figure 5: PBV – GGC



Source: InnovestX Research

Figure 6: Valuation summary (price as of May 8, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
GGC	Underperform	7.65	7.7	1.1	n.m.	181.5	33.9	n.m.	n.m.	436	0.8	0.8	0.8	(2)	0	2	1.3	0.4	1.5	12.4	8.4	6.4
IVL	Neutral	23.80	32.0	38.7	343.2	7.9	5.5	(99)	4,260	43	0.8	0.8	0.7	0	10	13	3.9	4.2	5.5	8.8	5.1	3.8
PTTGC	Neutral	36.25	50.0	41.8	n.m.	13.4	11.0	n.m.	n.m.	22	0.6	0.6	0.5	(1)	4	5	2.8	3.9	4.7	9.6	7.4	6.6
<b>Average</b>					<b>343.2</b>	<b>67.6</b>	<b>16.8</b>	<b>(99)</b>	<b>4,260</b>	<b>167</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>(1)</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>3.9</b>	<b>10.2</b>	<b>7.0</b>	<b>5.6</b>

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในธุรกรรม ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกัธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรีนส์ เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวีเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาเงื่อนไขของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

